

一九三〇年代の国際短期資本移動

——一九三四—三九年間のアメリカへの資本移動と金輸入——

峰 本 暁 子

一 はしがき

一九三一年八月五日、ケインズはマクドナルド首相の諮問に答えて、ポンドの切下げと、旧平価より二五％低い、金をベースにした固定為替通貨単位を創設し、すべての英連邦諸国に加えて、南アメリカ、アジア、中央ヨーロッパ、イタリア、スペイン等、すべての国々がこれに加わるよう呼びかけるといった一連の提案を行なった。ケインズはしばしば意見を変えたが、この提案もその一つであり、その年の七月には、ポンドの現行平価を維持し、関税をひき上げるべきだとマクミラン報告に署名している。⁽¹⁾

一九二七年以降、フランス銀行は、迂回的な方法でポンドを金に換えてきた。すなわち現物のポンドを市場で売り、先物のポンドを買い、先物の期限がくるとポンドと交換に金を要求したのである。しかし一九三一年夏、フランス銀行は全面的な協力体制を示し、もはやその保有ポンドの金兌換を全く行なわなかった。七月末になっ

一九三〇年代の国際短期資本移動

一九三〇年代の国際短期資本移動

て、ニューヨークFRB（連邦準備銀行）、フランス銀行は、それぞれイングランド銀行に一億二、五〇〇万ドル貸し出した。

この二億五、〇〇〇万ドルにさらに四億ドル上乗せした貸付けも十分でなく、同年九月二一日にポンドは金本位制から離脱した。

本稿の目的は、以上の史実を起点として、次々に展開された国際金融史の一駒を、特に「一九三〇年代のアメリカへの大量の資本移動」について、その原因、特徴、対策を考察し、近代的国際収支調整理論の実証性を検討することによって、一九七〇—八〇年代の国際短期資本移動との比較思考の基礎を固めることにある。

(1) Kindleberger, C.P., [8] 邦訳二四六頁。

二 一九五〇年代頃までの国際資本移動論の学説史的概略

国際資本移動には二つの側面があり、実物的側面と金融的側面がある。ミルやソーントンなどの古典派の経済学者たちが注意を向けたのは後者、金融的側面であった。外生的にあたえられた貨幣の流入によって生じる金融的・価格的效果が、かれらの主要な問題点であった。ヴァイナー⁽²⁾は古典学派の学説を修正すると共に、それにもとづくカナダの対外債務の実証分析を行なっている。

国際資本移動の実物的側面は、ヌルクセ⁽³⁾がオーストリア学派的資本理論にもとづく体系的分析を展開するまでは、ほとんどないがしろにされていた。ヌルクセは、経済的ないし利潤追求的な動機にもとづく資本移動の必要性を指摘し、資本移動の他の問題に比して、その金融的分析、すなわち「移転の問題」があまりにも強調されす

ぎていることを指摘した。

周知のように、一九二九年頃からドイツの賠償金問題を中心にした一方的なトランスファー・プロブレムに関する論争は、特にケインズ、オーリンの論争によって多角的な分析への道が開かれていた。

ケインズは、ドイツ輸出品に対する外国需要の非弾力性、交易条件のドイツにとつての著しい悪化、ドイツの出超を強制するところのデフレーション下の生産転換という事態のうちに、トランスファー問題の困難をつきとめており、この意味においてケインズは、古典学派のトランスファー理論の影響下に立っているとされている。

これに対してオーリンは、⁽⁵⁾購買力の移転に必随するはずの需要状況の変化の、直接のおよび間接的な作用を共に考慮にとり入れるかぎり、交易条件の著しい変化を来すことなくとも、貿易収支は十分に調整され、トランスファーの困難は軽減されるはずであると主張して、近代トランスファー理論の先駆者となった。ヌルクセの論議は、オーリンから著しい影響を受けており、一方で、購買力の移転に必随する需要変動のトランスファー促進作用を強調したオーリンの主張の正当さをみとめつつ、他方で、投資国における輸出品の供給増、受資国における輸出品の供給減という方向をたどる生産転換の結果として、交易条件が古典学派の主張する方向に変化すると結論している。

ヌルクセは、ややもすれば隔離的にとらえられたトランスファー・メカニズムを経済理論的に解明しつつ、古典学派的立場の正当さを確認するとともに、他方全体としての経済の動きの中に現われる諸現象と国際資本流通との間にある諸関係を一般的に究明することに努力した。特に資本の移動に必随する商品の移動ならびに輸出品および国内品間の相対的価格の変動を原理的に解明すると共に、一歩進めて、消費財と資本財とから成る財貨

一九三〇年代の国際短期資本移動

の世界の垂直的構成と資本移動との関係、従って資本的迂回生産の構造と資本移動の關係にまで論及した。⁽⁷⁾

こうした実物的理論は、經濟成長論と関連して、それまでの比較靜学的分析から動學理論への試みへと發展した。⁽⁸⁾⁽⁹⁾

われわれが本稿で考察するのは貨幣的側面であり、国際資本移動の中、短期的移動についてである。

アメリカの短期資本移動は、アメリカの居住者の外国居住者に対する債權の變化、あるいはアメリカの居住者が外国居住者に対し負っている債務の變化を通して行なわれうる。

金本位制の場合には、短期資本移動は金と同じように二つの機能をもち、一つは国際収支における役割であり、他は銀行組織における役割である。国際収支においては、短期資本移動はときおり金の移動をひき起すこともあるが、一般には金の移動に代わるものである。財およびサービスの輸出が財およびサービスの輸入と均等していれば、国際収支の調節のために資本が移動する必要がない。しかしそれでも短期資本の流出が行なわれるのは、課税を嫌っての自発的移動、外国通貨の平貨變更を予想した投機的移動、また海外の割引率の引上げ、あるいは国内の割引率の引下げに反応する所得動機的移動であるかもしれない。とにかく經常勘定が資本流出に対して、緩慢にしか反応しないならば、金の流出が起るであろう。こうして短期資本移動は金の流出をひき起すと通説ではいわれてきた。⁽¹⁰⁾

この他、ケインズが短期資本移動について金利平衡理論を提出しているが、一九六〇年代以降の經濟の内外均衡達成についてマネタリスト的アプローチの興隆、一九七三年末の第一次石油危機等による大量の国際資本移動を契機として、近年、国際間のポートフォリオ的ないし金融的資本移動の組織的研究が爆発的に展開されるよう

になつた。⁽¹¹⁾

本稿では、次章以降、一九三〇年代のアメリカへの国際短期資本移動をとりあげ、前述の資本移動と金との関係、また国際収支調整論がどのように展開されたかを検討してみたいと思う。

- (2) Viner, J. [19]°
- (3) Nurkse, R. [13]°
- (4) Keynes, J.M. [6]°
- (5) Ohlin, B. [14]°
- (6) Ohlin, B. [15]°
- (7) Nurkse, R. [21]°
- (8) 浜田安一 [19]°
- (9) Johnson, H.G. [6]°
- (10) Kindleberger, C.P. [7]°
- (11) 石山嘉英 [17]°

三 一九三四—三九年間のアメリカ国際短期資本移動

1 概況

一九三四年一月に行なわれたドルの平価切下げの時期から、一九三九年九月の第二次大戦勃発までの6年間に
おけるアメリカへの巨額な資本流入の原因、特徴および対策について、主としてブルームフィールドの所説を中

一九三〇年代の国際短期資本移動

一九三〇年代の國際短期資本移動

心にして考察する。

二つの世界大戦間に生じた國際金融上の經驗や國際金融政策のケース・スタディについて特に、アメリカにこの時期集中した巨額の一方的資本移動について、ブルームフィールドの著書⁽¹²⁾ほど細い分析が行なわれた文献はかつてなかった。かれの研究の大部分は、直物為替相場と先物為替相場の動きや交錯、為替投機の技術や類型、為替安定基金の機能、國際的な株式市場投機、金移動の不胎化、資本移動と金の移動との因果關係、ならびに資本移動を統制するための可能な方法等に集中している。

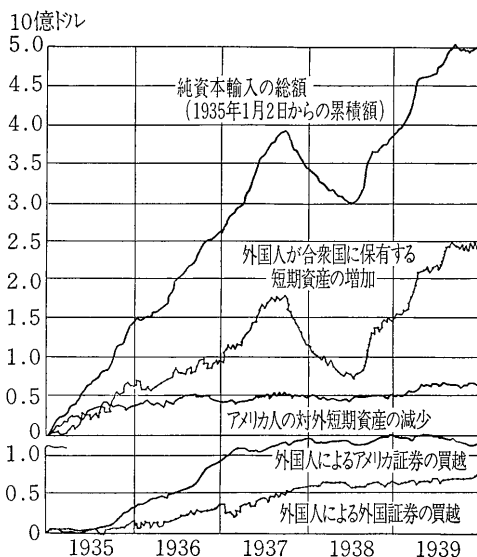
一九六〇年以降、最近にいたるまでの投機的性格の國際資本移動の主体が同じく外国資金の移動であるという事実から、金問題は別として、近年には、多国籍企業、ユーロダラー等の新しい状況の発生があるとはいえ、今日の國際金融問題説明の上で興味をそそるテーマがこの文献では次々説明されている。

一九一九—三〇年の間、アメリカは、長期資本の巨大にして持続的な純輸出国であった。しかしながらアメリカに対する外国人の短期債権が約一四億ドル増加したところから、短期資本はわずかな純流入となった。一九三一—三三年に短期資本は、ドルの減価の恐れから約一五億ドル外国人保有のものが引きあげられた。

一九三四年一月下旬一トロイオンスの金を三五ドルに設定するに及んで、一九三四—三九年間に、外国人がアメリカにおいて保有した短期資産は三〇億三、七〇〇万ドルとめざましい増加をとげ、外国人によるアメリカ証券や外国証券の買越という形をとった長期資本の純流入も含めれば、資本の純輸入は実に六〇億ドルにのぼった。

この資本流入は、巨額ということの外に、外国から資本移動の全く必要のなかった資本を移動させたという意味で「異常な性格」のものであった。輸入された資本は、資源の開発とか、産業の拡張を目的とした移動ではな

第 I 図 合衆国への純資本輸入、主要種別、
1935年1月2日からの累積額



出所: Bloomfield, Capital Import and American
Balance of Payments, 1934—39, p. 5.

く、財やサービスの実物的トランスファーと全く無関係であった。その資本は、国際収支の經常勘定が黒字でなく、赤字の国、そして金利がアメリカより高い国から流出した。

しかも、このめざましい資本流入は、アメリカの国際収支の經常勘定には、これに呼応する変化は生じなかったのである。經常収支の受取超過は二六億ドルで、資本勘定と經常勘定の黒字の影響が重なって、アメリカに、六年間に流入した金移動は一〇億ドルの巨額にのぼった。このような現象は、いわゆる国際収支の「自動調整メカニズム」が全く機能しなかったことを明らかに示している。⁽¹³⁾

こうした金流入の結果、アメリカ政府当局にとっては、いくつかの困難な問題が生じた。すなわち、一、銀行の過剰準備の増大、二、巨額の信用拡張をつくり出す可能性、三、諸外国の公的金準備の涸渇、四、国際的為替相場の安定の破壊と為替制限のおそれ、五、外国資本の突然の引揚に対する不安等々であった。⁽¹⁴⁾

2 短期資本流入の諸原因

資本の純流入額の五〇%以上は、一つには外国人が合衆国で保有する短期資産の増加であ

一九三〇年代の國際短期資本移動

り、その中、六〇％は一九三五年、一九三九年の二ケ年に發生した。第二には、外国人によるアメリカ証券の買越であつた。一九三五―三九年の資本の純流入総額五〇億ドルの中約三八億ドルは、ヨーロッパからの輸入であり、イギリス、フランス、オランダ、スイスから輸入されたものだけで合計二八億ドルもあつた。⁽¹⁵⁾

世界全般が自由に処分することのできた金準備は、ドルの平価切下げにともなつて、ドルで測つて約七〇％だけ増加した。そのうへ一九三〇年代を通じて、金の価格を一般に引上げようとする圧力が働いていたから、世界の金生産は急激に増加し、かなりの量の黄金も東洋諸国の貯蔵庫から流出した。⁽¹⁶⁾

これら巨大な資本流入の原因は種々あるが大別して、第一に、當時の政治的不安定による資本逃避、第二に、投機とカバーつき金利裁定、第三に、ドルの平価切下げをあげることができよう。

3 投機とカバーつき金利裁定

第一の政治的要因は省略するとして經濟的要因をあげれば、まず為替投機と資本逃避にまつわる資本移動は重要である。一九一四年以前の金本位制のもとでは、為替相場が金現送点の範囲内で安定するのが当然であつたが、第一次大戦以後、自由変動相場制が広がつたため、一九一四年以前の為替相場は神聖なものとするという信条は破壊された。したがつて為替相場をめぐる投機は均衡破壊的なものとなつた。すなわち、為替相場の下落は、続く下落の前ぶれであると見なされ、通貨に対する売投機が生まれ、資本は流出した。⁽¹⁷⁾

投機とは一般的に言へば、為替相場の変動を予想することによつて利益をあげようとする立場から、為替リスク、すなわちカバーのついていない為替持高に関して慎重な予測を行なうことである。投機は、疑惑をもたれて

いる通貨を直物市場または先物市場で売るといふ形をとるのが特徴であるが、契約期限が到来するより以前に、当該通貨が減価すると予想されるばあいには、外貨建契約について先物市場でカバーをとらない、という形をとることもある。

一九三四—三九年の間に生じた直物市場での投機は、その通貨がドルに対して平価を切り下げると予想されていた国から、期待どおり為替相場の変更が行なわれた時には、この資金を還流させ利益をあげようと、アメリカへ資金を移転させたことだけから生じたものであった。⁽¹⁸⁾

居住者と非居住者が共に行なったこの種の投機は、一般に借入資金を用いて行なわれた。それは、平価切下げによって入手されるであろう予想収益が、移転した資金に対して支払われる利子と、為替ポジションをとることから生じる危険プレミアムを上回る場合のみ行なわれた。外国の投機資金の若干のものが、ドルの切上げを予想して、アメリカの証券の購入に一時的に向かったということを見ると、為替相場をめぐる投機と証券価格に関する投機が併存していたことになる。⁽¹⁹⁾

外国通貨の平価切下が見込まれた時には、投機業者は、疑惑をもたれている通貨を先物市場で売りドルを入手しようとした。先物市場における投機にもとづく売越は、その通貨が攻撃にさらされている国からの直物資金の新流出をともなった。たとえば、顧客に対して先物ドルを売った外国の銀行は、直ちに直物ドルを買うことによってそれをカバーする。すなわち直物資金を外国で保有し、それに関した為替リスクを先物売でカバーする。いわゆる「カバーつき金利裁定操作」のために銀行が、その外国部門に割りあてる金額は相対的に限られているから、銀行はできるだけ早く直物でのドル売、先物でのドル買と反対取引を行なおうとする。一九三四—三九年の

一九三〇年代の国際短期資本移動

間の全般にわたって見れば、先物市場での投機取引に始まるアメリカ向け資金の純移動が行なわれていた。⁽²⁰⁾

一九三四―三九年間の先物市場での投機は、それまで外国で預金の形で保有されていたアメリカ人の資金を本国に還流させる一因ともなった。先物デイスカウントの大きさに測った在外残高のカバー費用が、外国短期利率のアメリカのそれを上回る超過分よりも大きくなったということであった。一九三四―三九年の間に、アメリカ人保有の短期外貨資産とくにポンド資産が純減少を示したのは上記の理由にもとづくものが多かった。⁽²¹⁾

4 一九三四年のドルの平価切下げ

一九三三年のアメリカの金本位制離脱の直接のきっかけは、国内の信用恐慌の激化であり、他国のように国際収支の悪化や金準備の減少を原因とするものでなかったことは重要である。したがって国内における兌換停止と金の国外流出を禁止した後は、積極的にドルの減価をはかるため、国内産の金銀はもとより、ロンドン金市場においても大規模な買上げ政策を敢行した。このような金銀買上げ政策は、対外的にはポンドに対するドルの為替相場の引下げを意味し、イギリスは、これに対して、為替平衡勘定の資金として二億ポンドの大蔵省証券を追加して防戦した。

アメリカの金銀買上政策は、一時的にドルの為替相場を下落させたが、一九三三年末から、為替相場はまたもや騰貴しはじめた。ここにいたってアメリカは、一九三四年一月に金準備法を制定し、それにもとづいて、ルーゼベルト大統領は、ドルを四〇・九五%切下げ、一トロイオンスの金を三五ドルと定めた。⁽²²⁾そして金を固定価格で無制限に買上げ、ドルの為替相場がそれ以上に騰貴するのを防いだ。また金本位制を離脱している国に金を売

らず、為替相場変動の下限をおかずに、ポンドとの対抗においていつでも減価できる態勢をととのえたのである。アメリカは、また金準備法にもとづいて、平価切下げによる金の再評価益のうちから二〇億ドルをとり出して「為替平衡基金」を設定した。

平価切下げ後に、ドルが相対的に安定し、海外に逃避していたアメリカ資本が還流し、やがて、ヨーロッパから巨額のホットマネーが流入したが、これは平価切下げのみが原因でなかったとはいえ、平価切下はその強力な要因の一つであったと考えられる。

さらに、一九三四年二―三月に、正味七億五、八〇〇万ドルに上る大量の金輸入が生じたが、その大部分は、ドルの平価切下げにともなう技術的理由にもとづくものであった。すなわち、ドルの平価切下げによって、アメリカと諸外国の金価格との間に格差が生まれ、その格差が最終的に埋められるまで、裁定取引にもとづく大量の金輸入が発生したからである。その意味で、ドルの平価切下げは一九三四―三九年の莫大な金流入の重要な原因であった。ブルームフィールドは、こうしたドルの平価切下げは、非善隣的で、正当化できない行為であったと批難している。⁽²³⁾

ケインズは、金現送点間の開きを拡大するという手段で、資本と金の流入を減少させることを提案している。しかし一九三四―三九年のアメリカへの資本移動は利子率格差に全く関係はなく、ケインズの提案は、短期資本の移動は主として利子率の国際格差によってひき起され、金現送点のわずかな比率の拡大によって効果的にこれを規制することができるという仮説にもとづいていた。⁽²⁴⁾

一九三〇年代の国際短期資本移動

5 短期資本移動と金流入の因果関係

ドルの平価切下げ直後の一九三四年二月一日から、一九三九年二月三日までの間、アメリカへの金移動総額は一〇〇億ドルに達し、アメリカの公的金準備は七〇億ドルから一七八億ドルへ、すなわち一〇八億ドル増加した。金は伝統的に「調整」項目としての機能をもつので、一九三四年の大量の金の純流入は、アメリカの国際収支の総合的な黒字に依るものと多くの論者に主張された。

一九三四―三九年の間に生じた合衆国への正味一〇〇億ドルの金輸入は、国際収支上では六〇億ドルの純資本流入、三〇億ドルの貿易収支黒字、二四億ドルの「残余」債権から、經常勘定項目（銀移動を含む）の一四億ドルの純債務をさしひいた純債権に対応したものである。⁽²⁵⁾このことから、一九三四年の大量の金の純流入は、アメリカ国際収支の総合的な黒字の、また純資本流入と貿易収支の直接的結果であると論じられたのである。

例えば、財務長官モーゲンソー (Morgenthau) は、上院議員ワグナー (Wagner) のアメリカ金政策に関する質問に対する一九三九年三月二二日の政府回答の中で、この関連をはっきり述べている。「すなわち過去五年間にドル為替需要の大量の増加が生じたのは、主としてアメリカへの大量の資本流入と最近の貿易収支の大巾黒字との結果なのである。これによりドルに対する正味の需要が大量に増加したので、大量の金流入が生じたのである」⁽²⁶⁾と。

これに対して、ブルームフィールドは、金流入に関するこの説明が基本的に正しいとしても全く十分であるとは思えないと述べている。⁽²⁷⁾

またグレーアム、ホイットルジー、ルッツは、資本移動および貿易収支黒字が独立変数であり、金移動が従属

変数であるという見解を否定して居り、グレーアム、ホイットルジは、金移動と資本流入の因果関係は、モルゲンソーと全く逆であると述べている。すなわち「金は、アメリカの国際収支項目として役立つどころか、ひとつの主要な経常的項目となった。……金は調整項目どころか、それ自身が調整されねばならない主要な変動なのである」⁽²⁸⁾と。またルッツは、「合衆国への資本移動を金流入の根本的原因であると呼ぶことはできない。なるほど、金流入が資本流入のもたらした外国為替によって支払われているとしても、その金流入は資本流入によって誘発されたものではない」⁽²⁹⁾と述べている。

伝統的な国際金本位制のもとでは、金の売買価格が固定されていたので、為替相場がどちらかの金現送点に達した時はいつでも、金は二国間を移動するのが常であった。金の移動は、例外はあっても、本質的には為替相場の変動の、したがって国際収支の変動の受動的結果であった。

しかし、一九三四—三九年間は、状況は幾分異なっていた。一九三六年九月に金ブロックが崩壊して以後、アメリカとベルギーのみが固定価格を維持していた。異常に巨額の金が、鉱山や民間退蔵から世界市場へ流出したとすれば、そのような金は、その他の諸国が購入の意志あるいは能力のないことが判明した限り「自動的」に、比較的少数の金価格を固定している国へ流入する傾向があった。⁽³⁰⁾

グレーアム、ホイットルジ、ルッツは、アメリカへの資本輸入を、一九三四—三九年の金輸入の原因とみなすことはできないというが、その主張の根本的理由は明らかにされていない。しかしながら、彼らの主張は、世界市場に流入する新産金および放出金は、それが外国通貨当局により吸収されない限り、金価格の固定されているニューヨークに自然と流入する傾向があったという事実にもとづいていた。また金移動は、自発的な資本移動

一九三〇年代の国際短期資本移動

がなかったばあいでは発生したのであらうから、金移動と同時的に生じたニューヨーク向けの資本移動は、金移動の結果、外国通貨に対してドルが減価するのを妨げる効果をただ単にもったにすぎないと言う。

しかし、ブルームフィールドによれば、もし資本が自発的にニューヨークに流入していなかったばあいには、金流入は大幅に減少したであらう。何故なら大量の金流入のためには、資本流入を促すのに必要な大幅なドル切下げおよび、アメリカ貿易収支の黒字幅拡大という代償を払わねばならなかったからである。その意味で、資本流入および貿易収支の黒字が少なくとも、金流入の大半をひき起したと言ってもさしつかえないとしている。⁽³²⁾

さらに、グレーアム、ホイットルジー、ルッツの重大なミスは、アメリカへ流入した金の大部分は、実際は、外国通貨当局が、買うことを望まなかった新産金や民間放合金からのものではなく、公的準備からもたらされたものであったという事実を見のがしていたことである。一九三四—三九年の間に生じた外国の公的保有高の急激な減少は、ほとんど国際収支の赤字に原因が求められるのであって、自然的な選択の結果ではなかった。

6 アメリカ国際短期資本と金の流入対策

一九三四—三九年のこの期間、以上のような巨大な資本と金の流入に対して、積極的抑制策は講じられなかったと言われている。為替安定基金、および金不貲化政策、FRBの法定支払準備率の引上げ等が、資本と金の流入の国内経済に及ぼす影響を制度的に切斷するために設定されたといわれているが、共に積極的流入抑制の役割を担わされていなかった。

それらの対策の是非に入る前に、三国協定に少しふれなければならない。激しく対立したドルとポンドとは、

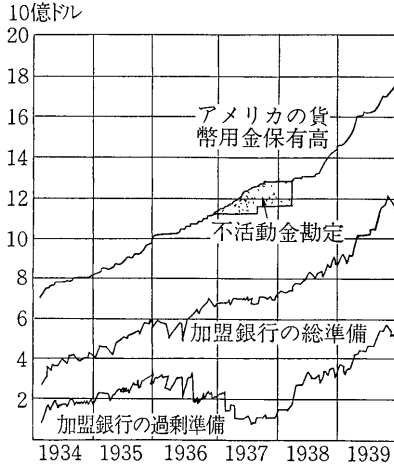
金本位制下のフランス・フランに対する為替相場の安定をはかることにより、互いに間接的に調整し合っていた。為替相場を低い水準で安定させようとする両国に対して、フランスはきびしい引締政策や貿易制限措置を用いて金本位制を固守しようとした。しかしその重圧に堪えかねたフランスは、丁度再軍備宣言を行なったナチス・ドイツに対する脅威において共通するアメリカ、イギリスとの間で、「三国通貨協定」を締結し、その成立をまって、一九三六年九月、金本位制離脱にふみ切ったのである。

この三国通貨協定において、アメリカは、「固定価格で金を売却する国」すなわち、金本位制国の中央銀行に対してのみ金輸出を認めるという従来の政策を修正し、「アメリカに対して金の売却を許す国」の為替平衡勘定に対し、一オンス \equiv 三五ドルに $\frac{1}{4}\%$ の手数料を加えた価格での金輸出イヤマークを認めた。この協定は、各国が二四時間の予告期間をもってその内容を変更もしくは撤回する権利をもっていたという意味では、まったく暫定的なものであった。しかしながら、この協定は、一九三九年九月に第二次大戦が勃発するにおよんで、実質的にその機能を停止せざるをえなかったのである。三国が国際協調を通じて為替相場の安定をはかるのに合意し、三国間の為替相場が一オンス \equiv 三五ドルの金価格を基準として定められるにいたったことは、第二次大戦後の国際通貨基金制度の先駆をなすとも考えられる。⁽³³⁾

アメリカの為替安定基金の操作と実績については、かつて拙稿でイギリスの為替平衡勘定との比較で考察したので、本稿ではもう一つの重要な、短資移動と金流入の対策と考えられている「金不胎化政策」にふれて見よう。

金の集中が飽和に達しつつあった一九三八年に、新たに導入された金不胎化政策は「安定基金」操作を国内金融流通段階でバック・アップするものとして、例えば、經常収支黒字を継続せしめるべく、国内投資水準を一定

第Ⅱ図 アメリカ合衆国の貨幣用金保有高
と加盟銀行の総準備と過剰準備



出所: Bloomfield, [2], p. 231.

に維持させる役割を与えられた。

一九三六年一月まで財務省は、その金購入をまかなうのに、連邦準備銀行における自己勘定から引出すことをもって対処し、そして取得した金にもついた金証書を発行することで、その勘定の減少を埋めあわせていた。この技術は、財務省が取得した金の総量に等しい分量だけ加盟銀行およびFRBの準備を増加させる効果を一般にもつていた。ただし、金の買上代り金がFRBにおける外国中央銀行残高の増加となつてあらわれる場合には、商業銀行準備の増大を意味しなかった。またその金がまず最初アメリカ為替安定基金によつて購入された時でさえ、その効果は同様であった。何故なら、外国為替および金を購入するに際して、基金はニューヨークFRBにおける自己残高からドルを市場に放出し、そうすることによつて同じ量だけ商業銀行の準備は増大したからである。⁽³⁵⁾ 金購入をまかなうこの技術の結果、銀行制度の総準備は、一九三四—三六年の巨額の金流入に直面して、四〇億ドルも急速に増大した。⁽³⁶⁾

一九三六年の暮に、財務省は経常的に取得した金を不胎化する計画を策定し、過剰準備がさらに増大するのを抑えることを決定した。これは、財務省が購入した金は全部、これまでと同様、連邦準備銀行の財務省勘定からの引出しによつて支払われることになつていた。しかしこれらの残高は、今度は金証書の発行によつてではな

く、追加的な公債証書の発行によって補充されることになった。かくして金の買入は、事実上、商業銀行自身から引き出された資金でもって支払われることになり、以後の金取得はそのようにして、これら商業銀行準備に対して何ら正味の効果をも与えないように図られた。財務省が取得した金は「不活動勘定」(Inactive Account)の中にしまいこまれることになったのである。⁽³⁷⁾

金の正味の流出入は、当該国の貨幣供給の「第一次」の拡張もしくは収縮をもたらす。「第二次」の変化は銀行制度の総貸付と総投資の変化から派生するとすれば、前述の新政策によって金流入が銀行制度の総準備に与える拡張効果は相殺され、その限りにおいて貨幣供給の「第二次」拡張の可能性は減少することになっていた。財務省は取得された金の大部分が、貨幣供給の「第一次」拡張をもたらすこと、しかも、この新政策が、それなりに過剰準備のいっそうの増大を阻止するばかりか、それを減少させる傾向さえもっているという事実に関心を寄せなかった。⁽³⁸⁾

ただ一九三六年一月から一九三八年二月までに、財務省が取得した金はすべて不胎化されたので、銀行組織の準備の大きさに対して以前に影響をおよぼしていた主要な要因の作用が除去されたのは明らかであった。⁽³⁹⁾

不胎化計画は、一方では過剰準備の増大を防いだけでなく、実際にはそれをいくらか減少させたりもしたが、一九三七年春に起こった金融引締に対しては、支払準備率の引上げが果たした貢献に比べると量的にそれほど重要でなかったのである。同様に、この計画は、もしそれがなかったなら、おそらく起こったかもしれない信用拡張を妨げる重要な要因とはほとんどなりえなかった。一九三八年四月にこの計画が放棄されたのは、政府の誘い水政策がもたらす公債発行の増加に対して世間の反対が高まってきた時に、この上に、さらに不必要な公債

一九三〇年代の国際短期資本移動

を追加発行すること当局が嫌ったことにも基づいていた。⁽⁴⁰⁾ ジョンソンは、不胎化計画の主たる欠陥は、その政策が国際的な状況に与える効果よりも、国内的な状況に与える効果を中心に考慮したことにあつたと指摘している。⁽⁴¹⁾

- (12) Bloomfield, Arthur I. [2]°
- (13) Bloomfield, p. 4. [2] 邦訳一七一—二〇頁。
- (14) Bloomfield, p. 4. [2] 邦訳二〇頁。
- (15) Bloomfield, p. 7. [2] 邦訳二三頁。
- (16) Bloomfield, p. 10. [2] 邦訳二六頁。
- (17) Bloomfield, p. 18. [2] 邦訳三四頁。
- (18) Bloomfield, p. 19. [2] 邦訳三五頁。
- (19) Bloomfield, p. 20. [2] 邦訳三六頁。
- (20) Bloomfield, p. 21. [2] 邦訳三八頁。
- (21) Bloomfield, p. 23. [2] 邦訳三九頁。
- (22) 中西市郎・岩野茂道〔22〕五七頁。
- (23) Bloomfield, p. 143. [2] 邦訳一六〇頁。
- (24) Bloomfield, pp. 298—99. [1] 邦訳七八—七九頁。
- (25) Bloomfield, p. 131. [2] 邦訳一四七頁。
- (26) Hansen, A. H. p. 677. [4] 参照。

- (27) Bloomfield, p.131. [2] 邦訳一四八頁。
- (28) Graham, F. D. and Whittlesey, C. R., pp. 53, 56—57, 62, 88—89. [3] 邦訳五六、五九—六一、六五、九五—九六頁。
- (29) Lutz, F. A. p. 68. [9]^o
- (30) Bloomfield, p.133. [2] 邦訳一五〇頁。
- (31) Lutz, p. 894 参照 [11]^o
- (32) Bloomfield, pp.139—140. [2] 邦訳一五六頁。
- (33) 中西市郎・岩野茂道 [22] 五四—六〇頁。
- (34) 拙稿 [21]^o
- (35) Bloomfield, pp.229—230. [2] 邦訳二四七—二四八頁。
- (36) Bloomfield, p.231. [2] 邦訳二四八頁。
- (37) Bloomfield, p.233. [2] 邦訳二五一頁。
- (38) Bloomfield, p.238. [2] 邦訳二五五—二五六頁。
- (39) Bloomfield, p.240. [2] 邦訳二五八頁。
- (40) Bloomfield, p.251. [2] 邦訳二六八頁。
- (41) Johnson, G. G., pp.152—53. [5]^o

四 む す び

一九三四—三九年の間にアメリカへ向かった巨額の資本および金の移動に関する研究は、以上の諸節で完結す

一九三〇年代の国際短期資本移動

一九三〇年代の國際短期資本移動

るのでなく、國際収支調整メカニズムの理論との關係で検討することが必要であらう。

前述のように、アメリカは二十年間にわたって資本の純流出を続けた後、一九三四年に、にわかに一転しその後五年間にわたって資本の純流入の方向に向かった。しかしながらこのような大規模な攪乱が生じたにもかかわらず、貿易やサービスの諸項目が、それに対応して調整されたという傾向は特になかった。國際収支調整メカニズムの古典的理論と近代的理論の發展過程については、かつて拙稿⁽⁴²⁾で詳細に検討したのでここでは省略する。

しかしながら、「外国の反作用」の要因を無視して、資本輸入国の観点から、近代的理論の所得効果を検討すると、外国人による直接投資または外国市場で長期の借入を行なうという形態での自発的資本輸入は、とくに所得効果をもたらすと考えられやすい。何故なら、このような場合は、資本の中の大きな部分が、自国産の財およびサービスへの支出に向けられると考えられるからである。しかしながら多くの場合、自発的な資本移動は資本輸入国において第一次所得効果を生まず、したがって第二次効果をもたらさない。たとえば、対外借款の返済、外国で保有していた短期資金残高の引揚げ、ないしは対外直接投資の清算が行なわれたことを意味する資本流入は、資本輸入国の居住者の手に資本をもたらしはするものの、その資金は、実物投資や消費にあてられるよりは、既発行の国内証券への再投資、遊休残高としての保有、あるいは銀行借入の返済にあてられることが多い。⁽⁴³⁾

一九三四—三九年間の巨額の資本純流入の圧力をうけたアメリカの國際収支の経験については、アメリカの經常勘定収支を調整させる所得の相対的变化をほとんどならさなかったということは、「近代的所得調整理論」の妥当性を欠いていたということであらうか。まず、この時期のアメリカへの資本輸入は、何ら所得を生まない

第1表 アメリカの国際収支の主要項目：1934—39

(100万ドル：マイナスは借方を示す)

| 年 | 金の純流入額 | 資本の純流入額† | 商品貿易収支 | 経常勘定収支‡ | 銀の純輸入額 | 残 余 |
|------|--------|----------|--------|---------|--------|-------|
| 1934 | -1,178 | 422 | 478 | 432 | - 91 | 415 |
| 1935 | -1,720 | 1,508 | 236 | 240 | -396 | 368 |
| 1936 | -1,147 | 1,208 | 33 | -104 | -114 | 157 |
| 1937 | -1,271 | 877 | 265 | 57 | - 88 | 425 |
| 1938 | -1,657 | 441 | 1,134 | 1,173 | -206 | 249 |
| 1939 | -3,018 | 1,497 | 859 | 809 | - 77 | 789 |
| 合 計 | -9,991 | 5,953 | 3,005 | 2,607 | -972 | 2,403 |

出所：H. B. Lary and associates, *The United States in the World Economy* (Washington: U. S. Department of Commerce, 1943), Appendix, Table 1.

† 直接投資に関連した小額の純資金移動を含む。

‡ 銀の取引を除く。

という性格においてきわ立っていた。この資本輸入の%以上は、前述のように高度の流動性を求めてその行先を、遊休資金または株式市場で取引される諸証券に見出した外国資金のトランスファーが占めていた。とるに足らない部分が実物投資、消費に廻り、資本輸入差額は、アメリカ人のもつ短期および長期の在外資本の回収もしくは清算よりなり、その資本の大半は退蔵されるか、金融的流通に入るか、又は銀行組織に対する借入れ返済によって消滅した。さらに資本輸入にともなう巨額の金輸入が行なわれ、それがアメリカの利子率を引下げたものの、すでに投資の限界効率が一般に低下していたため、民間投資支出を今更刺戟しなかったのである。⁽⁴⁴⁾

近代理論が「正常的」な「均衡化的な」資本移動の基礎を前提としている以上、この期間の「異常」で「均衡破壊的」国際資本移動がその役割を果し得なかったのはブルームフィールドのいう通り当然であろう。とはいえ、当時の「均衡破壊的」資本移動の中心が、外国銀行資金の移動であった事実は、今日の、外国銀行資金の移動を主とする投機的国際短期資本移動の

一九三〇年代の国際短期資本移動

メカニズム解明の上で、興味深い史実の素材をわれわれに提供していると考えられる。⁽⁴⁵⁾

- (42) 拙稿〔20〕。
- (43) Bloomfield, p. 260.〔2〕邦訳二七八頁。
- (44) Bloomfield, p. 291.〔2〕邦訳三〇七一八頁。
- (45) 岩野茂道〔18〕三四三頁。

参考文献

- 〔1〕 Bloomfield, Arthur I., "Foreign Exchange Rate Theory and Policy," *The New Economics*, ed., S. E. Harris, N. Y. 1947. (日本銀行調査局訳『新しう経済学Ⅱ』東洋経済新報社。)
- 〔2〕 Bloomfield, A. I., *Capital Imports and the American Balance of Payments*, 1934—39, Chicago, 1950. (中西市郎・岩野茂道監訳『国際短期資本移動論——一九三〇年代アメリカの経験』新評論、一九七四年。)
- 〔3〕 Graham, F. D. and Whitlsey, C. R., *Golden Avalanche, Princeton*, 1939. (木村清八郎・ロド・藤古訳『金の雪崩』高山書院、一九四一年。)
- 〔4〕 Hansen, A. H., "Gold in a Warring World," *Yale Review*, XXIX 1939—40.
- 〔5〕 Johnson, G. G., Jr., *The Treasury and Monetary Policy*, 1933—38, Cambridge, Harvard University Press, 1939.
- 〔6〕 Johnson, H. G., "Equilibrium Growth in an International Economy," *Canadian Journal of Economics and Political Economy*, November 1953, pp. 478—500.
- 〔7〕 Kindleberger, C. P., *International Economics*, Irwin, 1963. (相原光・志田明訳『国際経済学』評論社、一九

六九年。

- [8] Kindleberger, C. P., *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York, 1978. (中野俊彦・八木甫訳『金融恐慌は再来するか』日本経済新聞社、一九八〇年。)
- [9] Keynes, J. M., "The German Transfer Problem," *Economic Journal*, XXXIX, 1929.
- [10] Lutz, F. A., "A Note on Gold Movements in the Present International Monetary System," *Review of Economic Studies*, V, 1937—38.
- [11] Lutz, F. A., "Donaldson's The Dollar," *Journal of Political Economy*, XLVI, 1938.
- [12] Nurkse, R., *Internationale Kapitalbewegungen*, Vienna, 1935. (増井光蔵・傍島省三訳『國際資本移動論』日本評論社、一九三八年。)
- [13] Nurkse, R., "Causes and Effects of Capital Movements," *Equilibrium and Growth in the World Economy*, Cambridge Mass., 1961.
- [14] Ohlin, B., "The Reparation Problem a Discussion," *Economic Journal*, XXXIX, 1929.
- [15] Ohlin, B., *Interregional and International Trade*, Cambridge, Mass., 1933. (木村保重訳『貿易理論・域際および國際貿易』ダイヤモンド社、一九七〇年。)
- [16] Viner, J., *Canada's Balance of International Indebtedness, 1900—1933*, Cambridge, Mass., 1924.
- [17] 石山嘉英「最近の國際資本移動論—批判的展望」『季刊現代経済』三九号、一九八〇年。
- [18] 岩野茂道監訳『ブルームフィールド國際短期資本移動論』訳者あとがき、新評論、一九七三年。
- [19] 浜田宏一『経済成長と國際資本移動』東洋経済新報社、一八六七年。
- [20] 峰本暉子「國際収支調整理論に関する覚え書き—価格効果と所得効果の問題点—」『金融論選集』（金融学会）一七

一九三〇年代の國際短期資本移動

一九三〇年代の国際短期資本移動

卷、一九七〇年十一月。

〔21〕 峰本暉子「為替平衡勘定の歴史と機構」成城大学『経済研究』第七十号、一九八〇年七月。

〔22〕 中西市郎・岩野茂道『国際金融論の新展開』新評論、一九七二年。

あとがき

国際金融史論の研究は、一九三〇年代では為替切下げ競争、為替安定資金、三国通貨協定等が主なテーマとなり、その後は直ちにIMF設立史へと重点が移る著書が多い。私事にわたるが、私自身も拙著『イギリス金融史論』（世界書院、一九七八年）やその後の国際金融史論の研究の中で、一八一〇年代の地金論争から一九三一年のマクミラン報告まで、そしてその後は、第二次大戦後のケインジアンとマネタリスト論争、ドル本位論争に飛躍し、その間、金為替本位制や為替安定基金について少々研究したとはいえ、両大戦間のこの部分の、特に国際資本移動論史に関しては、灰色であった。国際収支調整理論との関係でいつかこの空白を埋めたいと思いつつ、近年は現代の国際金融問題のせわしさに追われ、長くその機会を失っていた。

今回、恩師高垣先生追悼論文集の末端に加えて頂くという光栄に浴し、そのあいまいな部分を埋める機会を与えられた。勿論この小論文の準備で全部を埋めつくせたとはいないが、本論文を書き終えて、地金論争から現代までの国際金融史論の流れが、おそまきながら自分の中でやっとつながった思いである。昭和二十九年以来、地道な文献研究の大切さをたえず御教え下さった故高垣寅次郎先生に深甚なる感謝の念を捧げると共に、御冥福をひたすら祈るものである。